



TITLE:

# 第1次大戦後のニューヨーク金融市場の国際化 - ロンドン型との相違について -

AUTHOR(S):

中尾, 茂夫

---

CITATION:

中尾, 茂夫. 第1次大戦後のニューヨーク金融市場の国際化 - ロンドン型との相違について -. 経済論叢 1981, 127(6): 490-514

ISSUE DATE:

1981-06

URL:

<https://doi.org/10.14989/133877>

RIGHT:

# 經濟論叢

第 127 卷 第 6 号

---

マルゼルブと出版統制 (5) .....	木 崎 喜 代 治	1
イギリスにおける査察官 (inspector)		
制度の成立 .....	小 沢 修 司	23
第 1 次大戦後の		
ニューヨーク金融市場の国際化 .....	中 尾 茂 夫	46
1830年代フランス綿工業における		
工場体制と産業構造 .....	清 水 克 洋	71
わが国における電力独占体の形成 .....	渡 哲 郎	97

---

昭和 56 年 6 月

京 都 大 学 経 済 学 会

# 第1次大戦後のニューヨーク 金融市場の国際化

—ロンドン型との相違について—

中 尾 茂 夫

## I は じ め に

国民通貨がいかにして国際通貨になりうるのか。この問いに対して、従来の見解は金兌換という一般論にあまりにも安易に還元してはこなかったろうか。第1次大戦以前のスターリングにおいても、第2次大戦以後のドルについてもそうである<sup>1)</sup>。

しかし、1971年の金・ドル交換停止という一大歴史事実以降、不換通貨ドルの流通根拠を問うという形で、それら金兌換一般論に対する一連の有力な反論が提起されてきた<sup>2)</sup>。それらの諸論は、世界貨幣＝金とは異なる独自の範疇として国際通貨を論ずる。そして、一様に国際金融市場における基軸通貨建預金勘定に着目し、その相互振替によって現実の国際決済がなされるという実際の機構から国際通貨を説明する。それらは必然的に、本質還元的な金兌換論から国際金融市場や銀行の国際化といった具体的な国際信用機構の分析へと焦点を移してきた。そのことが国際通貨に関する議論を豊富化させてきたといえよう。

1) 金還元論の共通点は、国際通貨を世界貨幣・金の代理証券か、もしくは国際的に強制通用されたものとして把握していること、国内通貨の流通と国際通貨の流通との間に十分な区別がなされていないことである。代表的論者として、小野朝男、桑野仁、今宮謙二、梶山武雄の各氏があげられよう。

2) 数多くあるが、典型的なものだけあげておく。木下悦二「国際経済の理論」1979年。平岡賢司、「スターリング為替本位制」とロンドン・バランス、九州大学大学院「経済論究」第35号、1975年12月。山本栄治、国際通貨ドルの形成過程、福岡大学「商学論叢」第24巻第2・3号、1979年11月。片岡尹、国際通貨試論、大阪市立大学「経営研究」第29巻第6号、1979年3月。久留間健、不換ドルの国際通貨としての流通根拠、長洲一二編著「現代資本主義と多元社会」1979年。

しかし、なお私が不満を感じるのは、各論者が国際金融市場の構造の相違に言及しないことである。具体的にはロンドンとニューヨークのそれである。第1次大戦前のスターリングと現代のドルの国際通貨としての型の相違を規定する国際金融市場の型の相違を端的に示しているのが、'10, '20年代のニューヨーク金融市場の国際化の展開である。なぜならば、'13年の連邦準備制度の創設によってアメリカはロンドン型の割引市場をニューヨークに創造しようとしたが、実際にはアメリカ・イギリスの信用構造の相違によってその意図通りの実現はできなかったからである。第1次大戦以前のロンドンでは、各国の貿易業者の振出すスターリング建ロンドン宛手形が流通する割引市場が中心だったのに対して、現代のニューヨークでは B A 市場の他にも T B, C P, C D 市場というふうに信用の発達に伴う金融資産の多様化が進んでいる。このことは、たんに基軸通貨建預金勘定を国際通貨として規定するだけでは不十分であり、国際金融市場の具体的特質に着目した構造分析を金融構造の史的変遷にそくして展開しなければならないことを示しているといえよう。

以上の問題意識より、本稿では第1次大戦後におけるドルの国際化の展開をニューヨーク金融市場の国際化に焦点をあてて論ずることとする。その際の分析視角は、そのスターリング、ロンドン市場との比較である。同時代を対象としてとりあげる理由は、そこに、国際金融市場としてのニューヨークのロンドン型との相違の原型を見出すからであり、同時に、それが19世紀段階と現代との国際金融市場の型の相違、つまり国際金融市場の史的発展の方向をも示唆しているように思えるからである。

## II 前史・第1次大戦まで

第1次大戦以前のアメリカは、ドルの国際化の必要条件をなす国際金融市場の未発達と国法銀行の海外支店欠如のために、全面的にロンドンに従属した金融構造を有していた。イギリスの7.6倍の金保有量<sup>3)</sup>および2.6倍の工業生産力<sup>4)</sup>

3) R. A. Young, *The International Financial Position of the United States*, National

を有していた1913年ですら、依然としてアメリカは輸入信用の95%<sup>3)</sup>をロンドンに依存し、スターリングによって決済していたのである。たとえば貿易においては、たんに英米間貿易のみならず第三国間貿易においても、ロンドン金融が利用された。各国輸出業者によって振出されたロンドン宛のスターリング建荷為替手形 (Sterling Bill on London with documents attached) はロンドンのマーチャント・バンカーにより引受られることによって、一流手形として低利で容易に割引かれた。この取引方式によって、手形の満期日までに支払が順調に行われるかぎり、マーチャント・バンカーは何の直接的資金負担をせずとも膨大な手形引受手数料を取得できたのである。このような輸出入手形の引受・割引による信用供与を通じて、「世界の決済所」、「世界の手形交換所」としての機能をロンドン割引市場が演じていた。ブラウン (W. A. Brown Jr) は「第1次大戦以前の国際金本位制の実質はスターリング為替本位制であった」<sup>6)</sup>と言う。

以上の過程がアメリカ資本に与えた影響は、まず、「ロンドンに対する貢物」<sup>7)</sup>と呼称されたロンドンの銀行に対する手形引受手数料・利子支払の増大である。アメリカの貿易業者にとっては、米銀、英銀の双方に対して手数料を支払わなければならなかったので金融コストの増大が生じた。にもかかわらずロンドン金融に依存したのは、膨大な過剰資本の累積、発達した信用機構のためにロンドンが最低利の金融を提供できたのに対して、アメリカの国内資金は株式・土地投機に流入しやすく高金利が一般的であったためである。ここに、外国為替リスクの存在と相まって低金利の金融市場をアメリカ国内に創設しよ

Industrial Conference, 1929, p. 124.

4) League of Nations, *Industrialization and Foreign Trade*, 1945, 山口和男・本山美彦・吾郷健二訳「工業化の世界史」1979年、8ページ。

5) H. B. Lary and Associates, *The United States in the World Economy*, 1943, reprinted, 1975, p. 114.

6) W. A. Brown Jr, *The International Gold Standard Reinterpreted 1914-1934*, 1940, reprinted, 1970, p. 133.

7) C. Parrini, *Heir to Empire*, 1969, p. 103. C. W. Phelps, *The Foreign Expansion of American Banks*, 1927, pp. 95-96.

うという内発的要求がでてくる根拠がある。一方、アメリカの銀行資本にとっては、'90年代のフロンティア終焉に伴い、資本過剰が恒常化し、貿易金融のヘゲモニーを英銀から取り上げる要求が強まった。しかし、ロンドンへの金融的従属度においては、中央銀行と植民地の関係に擬せられるほど、他のいかなる後発資本主義国よりもアメリカは強かったにもかかわらず、ロンドンからの自立への要求は仏系、独系銀行に比べて激しくなかったということは興味深い史実である。それは、米銀が農繁期の農産物輸出動向に伴って季節的に変動したドル・スターリング為替相場に対して、金利裁定取引を利用した為替投機に収益源を求めていたからである。貿易資本に、したがって産業資本に不利に作用した為替変動がここではプラス要因に転化しているのである。

このようにアメリカにおける貿易金融業務の重要性が低いのは、低位の貿易依存度の直接的反映であったが、このことはイギリスにおけるそれらの重要性と比べていちじるしく対照的であった。他方、土地・株式・為替に対する投機的資金流入は激しく、資金逼迫期のニューヨークの利子率が125%に達したこともあるほどにアメリカ国民経済の不安定性は激しかったのである。「最後の貸し手」(lender of the last resort)たる中央銀行の欠如に起因するこのようなアメリカの高利資金は、アメリカ産業資本に不利に作用し、全面的に低利のロンドン金融に依存したのは当然であったといえよう。しかし、帝国主義段階固有の資本過剰の恒常化が貿易額の増大、資本輸出の増大をアメリカにも引きおこし、そのことが貿易信用・資本信用のヘゲモニーをロンドンからニューヨークに移そうというアメリカ資本の意図を刺激したのであった<sup>8)</sup>。

以上のような歴史的事情を背景に有する一連の銀行改革運動が'07年恐慌を機に展開され、'13年の連邦準備制度の成立となって結実した。それはロンドンに対するアメリカの金融的自立を象徴するものである。同時に、国法銀行の海外支店が許可され、外国貿易業者が自行宛に振出した手形を引受けることが可

8) 以上に関しては次の文献を参照。M. de Cecco, *Money and Empire*, 1974, pp. 110-126. C. A. E. Goodhart, *The New York Money Market and the Finance of Trade 1900-1913*, 1969, pp. 38-73.

能になり、銀行引受手形 (bank acceptance) 市場・割引市場が形成された。このように、銀行の国際化、外国貿易業者の振出す手形の引受を行う銀行引受手形市場の成立、さらに同手形を売買する割引市場の成立、最後にそれらの市場を支える「最後の貸し手」としての中央銀行の成立を通して、形式的にはパクス・ブリタニカの中核であったロンドン金融市場の構成と類似した国際金融市場がニューヨークにも出現することになった。したがって、アメリカの国際決済・金融の実権は英銀から米銀に移行することが制度的に可能になったのである。「ロンドンに対する貢物」と言われた手形引受手数料・ユーザンス期間の利子取得も、英銀の手から米銀の手へと移った。ここに国際通貨ドルの台頭が始まる。それを促進したのが第1次大戦であった。

大戦の勃発はヨーロッパ大陸からロンドンへの直接送金を不可能とし、交戦国の債務者が中立国でスターリングを得ることも不可能にしたので、モラトリアムを宣言したのと同様になり、当然ロンドンのマーチャント・バンカーは新規の引受業務を停止してしまった。しかし、割引市場が停止しても株式取引所が機能しているうちは、ロンドンでの証券売却によるスターリング取得が可能だったが、それも'14年の7月31日に閉鎖された。この影響は世界大のもので、ニューヨークではロンドン株式取引所閉鎖以前の1週間に、スターリング相場が4.89ドルから6.35ドルへと30%も上昇したが、8月には全くの名目相場となってしまった<sup>9)</sup>。信用崩壊後、スターリング決済の消滅とともに最終支払手段としての金が登場することになるが、大半の諸国は金本位制を停止し、交戦国は戦争金融へ専念したので、金決済も不可能であった。こうして、「世界の決済所」としてのロンドン市場の機能は崩壊し、スターリング為替本位制を実質としていた国際金融機構そのものが解体したのであった。ここに、国際金融市場における空白が生じ、ロンドンに代位すべき役割を担う国際金融市場として、ニューヨークがクローズ・アップされたのである<sup>10)</sup>。

9) W. A. Brown Jr, *op. cit.* pp. 10-15.

10) J. T. Madden and M. Nadler, *The International Money Market*, 1935, p. 199.

以上のように、第1には、過度のロンドン依存がアメリカ資本の桎梏にしていになっていったこと、それがドル台頭を要求する国内資本の理論とするならば、第2には、崩壊したスターリングに代る国際貿易決済手段としてのドル台頭の要求、それは外国資本一般の論理であった。

さて、第1次大戦の交戦国は大戦用戦時物資の食料・原材料等をアメリカより調達したので、戦時中のアメリカの輸出増加率は史上最大となった。<sup>11)</sup> '14年の24億ドルから'20年の82億ドルへの巨額の輸出増大がそれである<sup>11)</sup>。しかもそれをアメリカの金融で賄ったので、アメリカの国際貸借ポジションは37億ドルの純債務国('14年)から30億ドルの純債権国('19年)へと転化したのである。さらに、約100億ドルの政府間借款を考慮すると、'19年には126億にのぼる純債権国となったのである<sup>12)</sup>。この間のアメリカの金融的变化を国際収支の推移によって確認しておこう。

まず、'14—'19年に4倍弱に増加した商品輸出が全黒字に占める比率は70%—90%の高率を示す一方、利子・サービス収入は極端に低かった。赤字項目では、黒字に占める商品輸出比率の圧倒的高さに比べて、商品輸入比率が相対的に低い(34%—53%)のに対して、'16年までは資本輸出(26%—35%)が、アメリカが参戦した'17年以後は政府間借款(25%—55%)が、それぞれ高率を占めた。他方、利子支払は低下した(5.5%—0.9%)<sup>13)</sup>。

なお、この膨大な商品輸出とその金融方法は'17年前後に明確な変化があった。それ以前には、英・仏政府の独占的代理店として、モルガン商会が全輸出の29%に相当する商品を船積したといわれる<sup>14)</sup>。そして、英・仏を中心とする連合国に対して、モルガン商会が短期信用(60日—90日)を供与した。<sup>15)</sup> '17年の参戦後は政府借款が中心になり、全体で約100億ドルのうち44%をイギリスに、31%をフランスに貸しつけた<sup>15)</sup>。

11) W. Woodruff, *America's Impact on the World*, 1966, p. 264.

12) C. Lewis, *America's Stake in International Investments*, 1938, p. 447.

13) R. A. Young, *op. cit.*, pp. 36-38.

14) C. Lewis, *op. cit.*, p. 352.



このように、アメリカは膨大な商品輸出黒字を資本輸出にあてることによって、強大な債権国へと転化したのであった。

以上のアメリカの急激な地位上昇は、イギリスと比較すると、さらに明白になる。この期のイギリス国際収支の特質は<sup>15)</sup>、商品輸出の停滞、商品輸入の急速な増大に起因する経常収支の黒字漸減から赤字化への転化、さらに対連合国・自治領貸付の高額維持に伴う赤字の深刻化であった。しかも、イギリスの全貿易赤字の40%—70%は対米赤字であり（しかも年々上昇）<sup>17)</sup>、それを補填できた最大の要因はアメリカからの大量のドル借款であった。しかし、依然として、対自治領を中心とする貸付だけは高率に維持していた（over lending）。これは英帝国支配の維持費用であったわけだが、これも膨大なドル借款を導入することでやっと維持できたことを考慮すると、英米の債権・債務関係を逆転させた第1次大戦の多大な影響力が理解されよう。

かくて、国際通貨ドルの歴史的起点は、形式的には連銀成立に、また実質的には第1次大戦によるアメリカの金融的飛躍に求められるのである。しかし、第1次大戦後、ドルははたして国際通貨としてスターリングに代りえたのだろうか。否である。その展開を'10年、'20年代のニューヨーク金融市場の国際化に焦点をあてて、以下論じていこう。

### III ニューヨーク割引市場の発展

第1図は'16—'30年のアメリカの銀行引受手形残高を示している。'16年の2.5億ドルから'20年の10億ドルへの4倍の増大は、第1にアメリカの国際貿易金融への参加、第2にアメリカ貿易の未曾有の増大、第3に国内の商品保管金融としても一部利用されたためであった<sup>18)</sup>。それに、イギリスの金本位制停止

15) *Ibid.*, p. 355, p. 362.

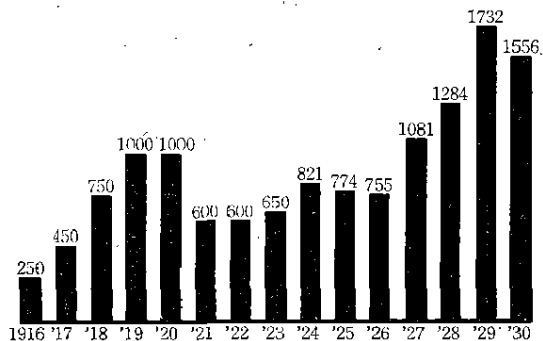
16) E. V. Morgan, *Studies in British Financial Policy 1914-1925*, 1952, p. 304, 316, 317, 341 参照。

17) *Ibid.*, pp. 307-309.

18) B. H. Beckhart, *The New York Money Market*, Vol. III, 1932, p. 312.

第1図 アメリカにおける銀行引受手形残高

(各年末, 100万ドル)



出所) B. H. Beckhart, *The New York Money Market*,  
Vol. 3, 1932, p. 310.

もスターリングの不安定要因となり、アメリカを国際金融中心国へと台頭させる一要因となった。'21年の急激な減少は、不況による貿易量の激減、と同時に起った第一次産品を中心とする輸出入価格の暴落のためである。しかし、'21年以降の引受量の減少はアメリカに限ったことではなかった。不況による価格下落は世界大のものであった。'20—'21年のイギリスの引受信用残高は、1億5100万ポンドから7000万ポンドへと54%の下落を示した。しかし、その後イギリスでは、1億7500万ポンド—2億ポンドに再び増大して、アメリカの銀行家には、大戦で獲得したドルの地位がスターリングによって奪い返されるのではないかという現実の不安が生じたといわれる<sup>19)</sup>。'24年以前のイギリスは金本位制を停止していたにもかかわらず、スターリングが最も下落していた時でさえも、極東からの対米輸出の際にはロンドン宛手形が振出されていた<sup>20)</sup>。ロンドンの地位は依然として強大であったのである。

しかし、この間のドル・スターリング為替レートの変動は、英米金融力の微妙な変化をわれわれに教えてくれる。大戦中は、ニューヨークのモルガン商会

19) *Ibid.*, p. 315. Brown Jr, *op. cit.*, p. 334.

20) Beckhart, *op. cit.*, p. 312.

の釘付け政策によって1ポンド=4.76ドルに固定されたが、'19年に固定解除されるとスターリングは下落し始め、20年に3.40ドルにまで下落し、その後、'21年には4ドル、'24年には4.20ドルにまで回復した<sup>21)</sup>。スターリングのこのような不安定性は、戦後ニューヨークの台頭とともにロンドンの地位を危いものにし、スターリングを準備通貨にしていた帝国内諸国からのスターリングの安定を求める圧力も大きく、一刻も早く金本位制復帰を望む声がシティを中心に強力になったのである<sup>22)</sup>。さらに、'24年のドイツのドーズ案に際し、ドイツ・新マルクを金にリンクさせたことにより、いよいよイギリスの金本位制復帰が急がれることになった。

'24—'26年の変動の背景は重要である。'24年のドーズ案、'25年のイギリス金本位制復帰をめぐる、連銀は対英金融協力という美名の下に、一貫して公定歩合をイギリスのそれより1%—2%下落させた。それにより短期資金をロンドンへ向かわせてイギリスの金本位制復帰を支援する反面、連銀の意図は「国際貿易金融に占める大きなシェアをニューヨークに移動させること」<sup>23)</sup>にあったのである。実際この間、イギリスは連銀やモルガン商会等から各種の借款を得て、多大なる金融支援を受けた。さらに、ドーズ案によるアメリカ資本のドイツへの流入も、ドイツからイギリスへの賠償支払を保証することになった。これらの諸要因によってスターリングは対ドル相場を回復できたのである。が同時にこれらの過程は、イギリスの通貨主権・財政主権の一部をアメリカに握られることをも意味したのであり、連銀の意図もまさにそこにあったのである。にもかかわらず、イギリスが戦前のレートで金本位制復帰をなしたことは、国際金融市場としてのロンドンの信頼を取り戻し、逆にアメリカでは利子率の下落にもかかわらず'25—'26年に引受信用の若干の下落を示したのである。

その後、'27年以後ニューヨークの引受信用残高は急激に増大し、'29年には

・21) A. T. K. Grant, *A Study of the Capital Market in Britain From 1919-1936*, 1967, pp. 101-102.

22) Brown Jr, *op. cit.*, pp. 336-339.

23) Beckhart, *op. cit.*, p. 316

第1表 ロンドン・ニューヨークの銀行引受手形残高

(100万ドル)

金融市場	1927	1928	1929	1930
ロンドン	1002	1594	1429	1254
ニューヨーク	864	1095	1426	1244

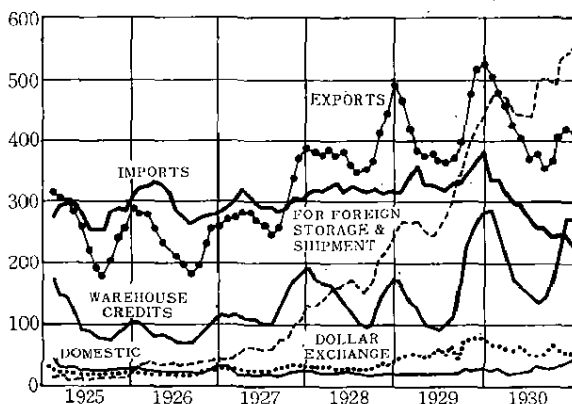
出所) A. S. J. Baster, International Acceptance Market, *The American Economic Review*, 1937, June, p. 297.

ロンドンのそれとほぼ同額となったのである(第1表参照)。だが、このことはニューヨーク市場の「実力」がロンドンに並んだことを単純に意味するものではなかった。

そこで、われわれはニューヨーク市場の構造を知るために、引受信用の利用

第2図 銀行引受手形残高の利用目的別内訳

(100万ドル)



出所) Beckhart, *op. cit.*, p. 319.

目的別分類を分析する。'21-'24年の内訳では、国内の商品保管・輸送のために引受信用が利用されたのは23%-26%であった。その他の大部分はアメリカ自国の輸出入に際して利用されたのである<sup>24)</sup>。'25年以降の展開は第2図に示されている。概して輸出入金融が多いが、'28年以降諸外国の商品保管・船積に

24) *Ibid.*, p. 317.

対する金融が増大し、'26-'29年の全増加分の41%をも占めていた。ちなみに、最大の引受信用残高を示した'29年末の内訳は、輸出金融が30%、輸入金融が22%だったのに対して、諸外国の商品保管・船積向金融は25%を占めた。全体の引受信用残高に占める本項目の比率は、'25年には2.2%にすぎなかったが、'27年、'28年、'30年には、12.1%、18.9%、36.1%と急激に増大していった<sup>25)</sup>。本項目は諸外国間の船積つまりアメリカにとっての第三国間貿易金融をも含むものであるから、国際通貨としてのドルの真の台頭を意味するはずであったが、実際はそうではなかった。その理由はドイツのニューヨーク利用の急激な増大にあったからである。つまり、ドーズ案以来のアメリカからの対独長期資本輸出が、'28-'29年に大量に引きあげられたため、ドイツ系銀行は資金逼迫を起したのである。アメリカの長期資本引きあげは'28年、'29年のニューヨーク株式取引所の異常な活況によるものであった。ドイツ系銀行はそのような資本流出を補填するため、イギリス系銀行に対してドイツ振出しの手形引受を求めたが、第1次大戦後金融力が減退していたロンドンではリスクの高いこのような金融手形引受を拒否しがちであった。戦前、ロンドン引受手形の過半が金融手形であったことを考えると、ここにはロンドンの後退が如実に示されているといえよう。したがって、アメリカの高金利にもかかわらず、アメリカの長期資本に代る短期資金の導入（対米引受信用債務の増大）をドイツは行わざるをえなかったのである。なお、'31年のドイツの引受信用債務残高に占める比率は、イギリスの29%に対してアメリカは52%を占めるに至ったのである<sup>26)</sup>。

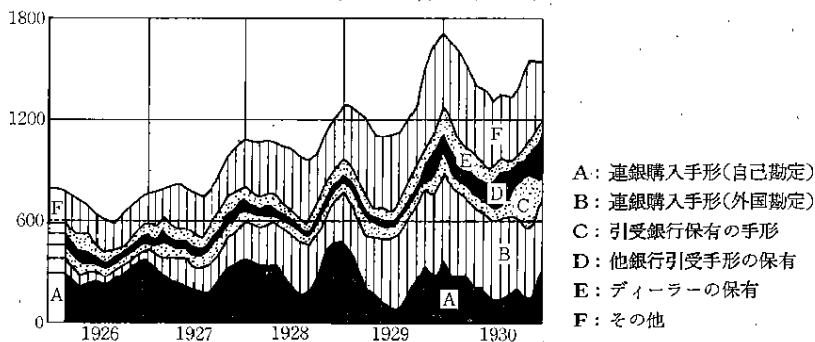
以上のように、第1次大戦後におけるアメリカの引受信用債権の増大は、'20年代後半の数年を除けば、白国の輸出入貿易金融が圧倒的な比重を占めたといえる。ということは、ニューヨーク金融市場は戦前のロンドンとは異なり第三国間貿易金融地としての利用度が低かったことを示している。さらに、'20年代後半のドイツにおける対米引受信用債務の増大も、前述したように長期資本

25) *Ibid.*, p. 319, p. 322.

26) *Ibid.*, pp. 323-326. A. S. J. Baster, "International Acceptance Market," *American Economic Review* Vol. XXVII, 1937, pp. 300-304.

流出補填のための金融手形振出しであったので、実質的な第三国間貿易金融地としてのニューヨークの役割は、依然として非常に小さかったといえよう。真の国際通貨となるためには、第三国間貿易決済に利用されなければならないが、'20年代を通じてドルがその目的に使われたことは少なかったのである。引受信用債権の増大は基本的には自国の貿易量増大によっていたのである。

第3図 銀行引受手形残高の購入者別内訳  
( '26—'30年, 100万ドル)



出所) Beckhart, *op. cit.*, p. 410.

次に、割引市場における銀行引受手形の購入者別内訳をみよう(第3図)。  
'26—'28年には連銀の自己勘定による購入(A)が多いこと、'29—'30年には連銀の外国勘定による購入(B)が多いことがわかる。ところが、国内の商業銀行が割引市場で銀行引受手形を購入する部分(C, D, E)が一貫して少ないのである。これは、ニューヨーク割引市場がロンドンのような国内商業銀行の自立的な短期資金市場としては機能せず、連銀と外資によって支えられていたことを示している。さかのぼって、'16—'23年の連銀による銀行引受手形購入率をみると、第2表のように、'16—'19年には連銀の買い支えが大きく、'20—'21年の恐慌時には全体的に利子率が低下し、連銀の買い支えの大きいB A レートが比較的高率であったため、商業銀行資金が割引市場へ流入したのである。しかし、'22—'23年の好況期には再び40%—50%を連銀が買い支えざるをえな

第2表 銀行引受手形残高にしめる連銀の比率  
(16-23年, 100万ドル)

年次	ニュー ヨーク 連銀	全連銀	残高	連銀の 所有比率
1916	41	127	250	51
1917	148	275	450	61
1918	69	304	750	41
1919	191	585	1,000	59
1920	110	256	1,000	26
1921	47	114	600	19
1922	46	246	600	41
1923	90	336	650	52

出所) B. H. Beckhart, *op. cit.*, p. 412.

て引受られた手形が有価証券として転々流通していることを示しているからである。Cは手形引受銀行がそのまま保有している部分である。第3図でA・B部分が圧倒的比率を占めるということは、引受銀行が手形引受後、割引市場で流通させないで、すぐに連銀に再割引を求めているということである。ここでは、中央銀行たる連銀は「最後の貸し手」ではなくて「最初の貸し手」として登場する。つまり、ニューヨーク割引市場は連銀の支えに依存した「人為的性格」<sup>27)</sup>を有していたのである。連銀の意図にもかかわらず、'20年代のニューヨーク市場は戦前のロンドンの中枢をなす割引市場と同様の機能を有する市場からは程遠いものであったといえよう。

'28-'29年の引受信用債権の増大に対して、ベックハート (B. H. Beckhart) は、「アメリカ市場における引受信用の増大が全く健全で有益であるかどうか疑わしい」<sup>28)</sup>と述べているが、これはロンドン型の金融市場を依然としてニューヨークに創れなかったアメリカ内部のいらだちの一面を示すものである。

だが、以上のことは、ロンドンに対するニューヨークの「敗北」をたんに意味するものではなかった。そのことを銀行引受信用利用の商品別内訳がわれわ

かった。

割引市場の本来の機能は、銀行によって引受られた手形が期日まで  
有価証券として流通する市場を  
形成し、当該手形の振出人（大半  
は貿易業者）の流通空費を節約す  
ることにある。したがって、第3  
図のD部分の大きさが本来の割  
引市場機能の程度を表していると

いえる。つまり、他の銀行によっ

27) Beckhart, *op. cit.*, p. 430. Brown Jr, *op. cit.*, p. 549.

28) Beckhart, *op. cit.*, p. 330.

れに教えてくれる。

第3表 輸出手形アクセプタンスの商品別内訳（連銀購入分）  
（100万ドル）

商 品	年 度（各年間）			
	1925	1926	1927	1928
全 輸 出 アクセプタンス	527	441	518	551
自 動 車	6	16	21	24
銅	35	25	24	32
綿 花	300	229	284	308
穀 物	58	46	82	67
豚 油 ・ 肉	17	13	9	9
板 材	7	8	10	8

出所) Beckhart, *op. cit.*, p. 353.

第4表 輸入手形アクセプタンスの商品別内訳（連銀購入分）  
（100万ドル）

商 品	年 度（各年間）			
	1925	1926	1927	1928
全 輸 入 アクセプタンス	631	605	476	476
コ ー ヒ ー	115	120	71	81
綿 花	14	8	12	9
毛 皮	7	11	11	12
生 皮	36	33	35	46
天 然 ゴ ム	26	53	36	30
生 糸	137	118	71	77
砂 糖	85	69	80	47
タ バ コ	9	7	6	6
木 材	15	12	9	7
羊 毛	40	27	20	21

出所) Beckhart, *op. cit.*, p. 353.

第3表・第4表は輸出入金融のための銀行引受信用の商品別利用度を示している。これらは'25-'28年の連銀購入分に限られているが、割引市場における連銀の買支えの比重が大きいというこれまでの叙述を考慮すると、ほぼ同時代



におけるアメリカの銀行引受信用の利用状況の基本的傾向を示していると思われる。

まず、第3表の輸出金融においては、綿花が全体の50%以上を占め、次に穀物が10%—15%、そして銅という順位になっている。しかし他方、自動車産業は'20年代アメリカ経済の象徴であり、その輸出伸び率は首位、額は綿花に次ぐ地位を占めていたにもかかわらず、その輸出金融においては銀行引受信用はほとんど利用されていない。さらに、自動車とともに'20年代アメリカの重要な輸出品であった鉄鋼・機械・石油は全く見うけられない。次に、第4表の輸入金融はどうか。'20年代の主要な輸入品は生糸、コーヒー、ゴム、砂糖であったが、これらは銀行引受信用額でもほぼ同様の順位で高率を占めているのである。つまり、輸出入金融において銀行引受信用の需要者は原材料・食料品の業者に限定されていたのである。この傾向は海外の商品保管・船積に対する金融、さらに国内の商品保管・輸送に対する金融についても同様である<sup>29)</sup>。

以上の意味するものは大きい。石油、自動車、鉄鋼などの取引業者と、原材料、食料品などのそれとの相違はいったい何か。それは信用、つまり資本力の差である。アクセプタンスとは、国際金融市場の銀行が輸入業者の低い信用では支払保証が確実でない時に、リスクを肩代わりして最終的支払を引受る銀行信用である。したがって、石油・鉄鋼・自動車の輸出に際しては信用力の高い大資本であったため銀行引受信用の利用はごく限られていたのである。一般にこのような大企業の内部留保は高いため、ユーザンス手形の場合も銀行信用を得ないで自己負担することができる。いわゆるシップパーズ・ユーザンス (shippers usanse) と呼ばれるものがこれであり、輸出業者は買取手数料を銀行に支払う必要がなく、逆にユーザンス期間の利子を輸入業者から取得できるのである。

以上、'20年代のアメリカで銀行手形引受信用を主として利用した綿・穀物等の商品が19世紀イギリスの主要な貿易品であったことを考える時、銀行引受

29) *Ibid.*, p. 354.

手形市場・割引市場が国際金融市場の中枢であったのはパクス・ブリタニカ時代の所産であったといえよう。現代の貿易構造を特徴づける重化学工業品の輸出入にとっては、その重要性は著しく低いといわなければならない。

本節の最後に、外国短期資金と国内短期資金の流入先別区分を摘出することにより、外資に支えられたというニューヨーク割引市場の構造を分析することしよう。

第5表 アメリカへの外国短期資金の流入  
(100万ドル)

年	アクセプ タンス	ブローカー ズ・ローン	財 務 省 証 券	商業手形	その他
1927	406	101	444	—	13
1928	565	333	166	—	12
1929	865	271	62	—	11
1930	701	151	86	8	31

出所) Beckhart, *op. cit.*, p. 429.

'26年までの外国短期資金の銀行引受手形市場への流入は、連銀再割引分でみると、1600万ドル—6500万ドルの少額にとどまった<sup>30)</sup>。このことは、'19年のアメリカの対外短期債務残高が10億ドル<sup>31)</sup>、'25年は13億ドルであったので、外資は割引市場以外へ流入したといえる。ラリー (H. B. Lary) によるとその大部分が預金であった<sup>32)</sup>。ところが、'27年以降の外国短資分布をみると、大半が銀行引受手形へと向かっている (第5表参照)。<sup>33)</sup> '27年には財務省証券が1位に、'28年以降になるとブローカーズ・ローンが2位を占める。このブローカーズ・ローンへの流入の急増は、'28—'29年のニューヨーク株式の異常な高騰によって信用取引による株式売買が増大したためである。しかし、国内の商業銀行の短期資金の大半 (40億ドル—60億ドル) が'28年以降異常な規模でブローカーズ・ローンへ集中したのと比べて、依然としてアクセプタンスが最大の比重を占めていた外国短期資金の分布は著しい対照を示している。

30) *Ibid.*, p. 428.

31) Brown, Jr., *op. cit.*, p. 152.

32) Lary, *op. cit.*, p. 113.

したがって、'20年代後半には国内短資はブローカーズ・ローンへ、外国短資はB A市場へと偏在し、ついにB A市場における外資の比率は'29年には49%にもなり、連銀の自己勘定による購入額も合計すると72.5%に達した。これはB A市場における国内商業銀行の欠如を端的に示すものであった<sup>33)</sup>。

以上のように外国短資のニューヨークへの流入は、ニューヨーク・バランス(ドル・バランス)を形成したわけであるが、戦前のロンドン・バランスと比べて著しい相違があった。つまり、戦前のロンドンにバランスが形成されたのは、当時の国際貿易の決済・金融の大半がロンドンでスターリング建てで行われたからであり、そのためにロンドンを利用する各国の銀行はロンドンに預金を形成しなければならなかったのである。これがブラウン(W. A. Brown Jr.)の言うロンドンの「預金強制力」(deposit compelling power)である。一方、'20年代のドルの使用は主としてアメリカ自国の貿易決済・金融に限られたため、その限りにおいて各国はニューヨークのドル残高を保有すればよかったのである。その場合の「強制力」は第三国間貿易の決済・金融に利用されない分だけ小さくなったのは当然であった。

ところが、'27—'29年の3年間に流入額が急増したのである。ここに、ブラウンの言う外国短資を投資として引きつけるニューヨークの「預金吸引力」(deposit attracting power)が示されている<sup>34)</sup>。'28年以降の利子率の上昇、および株式価格の高騰によるブローカーズ・ローンの増大<sup>35)</sup>などにより外国短期資金を引きつけたのである。

結論的には、連銀創設の意図であったロンドン型を模倣したニューヨーク割引市場の発展は、単名商業手形(commercial paper)市場にとって代わるという点において一定の成功を収めた<sup>36)</sup>が、連銀と外資に支えられた「人為的な

33) Beckhart, *op. cit.*, p. 430.

34) Brown Jr. *op. cit.*, pp. 554-555.

35) 1929年のピーク時には60億ドル以上の短期資金がブローカーズ・ローンへ流入したのである。(Beckhart, *op. cit.*, p. 76.)

36) コマーシャル・ペーパー貸付残高は1919—20年には12—13億ドルだったが、29年には3—4億ドルにまで下落した。(ibid., p. 234)

格」を強く有していたので、「ニューヨークの中心」をなす株式取引所にとって代ることはできなかったのである。

#### IV 資本輸出とドル・バランス

##### ——イギリスとの相違——

ニューヨーク割引市場はいまだ戦前のロンドン程の十全な発達を示すことはなかった。しかし、ニューヨークがロンドンを凌駕したのは戦後急速な発達をとげた長期資本市場であり、ここにニューヨーク市場の最大の特徴があったのである。すなわち、短期金融地としてはロンドンがヘゲモニーを依然握っていたが、長期資本の調達地としてはニューヨークが完全に優っていたのである。

第6表よりわかるように、

第6表 英米両国の外国勘定資本発行

(借換除く) (年平均, 単位100万ドル)

'20年代のアメリカの外国  
資本発行はイギリスのほぼ  
2倍を占めており、諸外国  
は外債発行で得たそのドル  
資金を預金、TB等の短期

	1919—23	1924—28	1929—31
ア メ リ カ	531	1142	595
イ ギ リ ス	416	587	399

出所) United Nations, *International Capital Movements during Inter war Period* 1949, p. 25

楊井克己・中西直行訳、「国際投資論」, 1970年, 400ページ。

資金として一時ニューヨークに置いて、ドル・バランスを形成したのである。そのため、'20年代後半におけるロンドン・バランスとニューヨーク・バランスを比較すると、前者が、'27年、'28年、'29年、'30年に、19億9500万ドル、23億9400万ドル、21億4700万ドル、20億7800万ドルであるのに対して、後者は、'25年、'27年、'29年に、12億8100万ドル、29億4800万ドル、30億3000万ドルとニューヨークがロンドン・バランスの規模を凌駕した<sup>37)</sup>。先にみたように第三国間貿易金融地としてのニューヨークの利用度が低かったことを考慮すると、貿易金融・決済のためのドル・バランス形成の動機は弱かったといってよく、資本輸入の側面からの動機が強かったのである。

37) ロンドン・バランスについては、R. J. A. Skidelsky, *Retreat from Leadership*, in B. M. Rowland (ed.), *Balance of Power or Hegemony*, 1976, p. 192. を、1ポンド=4.76ドルで計算。ニューヨーク・バランスについては、Lary, *op. cit.*, p. 113.

そこで、第1次大戦後のアメリカ資本輸出の特徴を、イギリスとの比較で論じてみよう。

まず、イギリスの海外投資の地理的分布<sup>38)</sup>についてみると、イギリス帝国向けが'13年の47%から'30年の59%に増大した。'30年に高率を占めたのは、その中でもインド・セイロン (14.5%)、カナダ (14.1%)、オーストラレイシア (13.3%) であった。一方、対米資本輸出の激減が目立つ。戦前、イギリスの資本輸出先としてはアメリカが最大であったが、それは主に鉄道証券への投資であった。しかし、戦時中イギリスがアメリカから武器、農産物、原材料の買い付けを行った際に、このアメリカ鉄道証券の売却によって支払をなしたため、対米投資の激減が生じたのである。加えて、'20年代のアメリカでは、輸送の主力が鉄道からフォード・G M に代表される自動車へと移ったことも大きいであろう。以上のことから、第1次大戦前のアメリカはスターリング・バランスの最大の保有国であったが、ニューヨーク市場の台頭とともにロンドンにおける地位を変化させていったことがわかるのである。

イギリス海外投資の業種別分布<sup>39)</sup>では、'13年、'30年ともに自治領・植民地への貸付の比率が最大で、17.9%から28.8%に増大し、その他外国政府・自治体への貸付を含めると29.9%から42%になる。そして、'13年に最大の比率を占めていた鉄道投資 (40.6%) については、24%に減少した要因の大部分がアメリカ鉄道証券投資の激減であり (16.4%→0.8%)、他の諸外国・植民地等への鉄道投資はあまり変化していない。これらに対して、商工業向け投資は'13年の5.8%から'30年の6.9%へと概して低調であった。このようにイギリス海外投資は自治領・植民地を中心とした政府借款・鉄道投資という非生産的性格が強く、これらの借入スターリングがロンドン・バランスを形成したのである。非生産的だという意味は、それがイギリス商品輸出を促進するのではなく、アメリカ・ドイツの商品輸出を金融するために利用されたからである。'20年代のロ

38) Royal Institute of International Affairs, *The Problem of International Investment*, 1937, p. 142. 楊井克己・中西直行訳「国際投資論」, 1970年, 155ページ参照。

39) *Ibid.*, p. 154. 同上訳, 165ページ参照。

ンドン・バランスの巨大な規模はイギリス経済の金利生活者的寄生性を象徴するものだといえよう。

一方、アメリカ海外投資はどうであつたろうか。地理的分布<sup>40)</sup>では、'13年にはカリブ海諸国を主とするラテン・アメリカが47%と最も多く、次にカナダの25%、ヨーロッパの20%と続いた。'30年には、ラテン・アメリカの34%、ヨーロッパの31%、カナダの25%と3地域にほぼ均等に投資が分散している。しかし、ドル・バランスの形成要因たる証券投資については、ドイツを筆頭としてヨーロッパが最も多く(44%)、次いでカナダ(24%)、ラテン・アメリカ(21%)の順位になる。

業種別分布<sup>41)</sup>では外国中央政府・地方公共団体への貸付が34%で最大の比率を占めたが、イギリスとの相違は商業・運輸(18%)、製造業(12%)、石油、鉱業、農業(各8%)もかなり高率を占めたことである。

以上のアメリカ海外投資の特質について、王立国際問題研究所(Royal Institute of International Affairs)の報告書はこう言う。「世界の比較的高度に発展し工業化した諸地域では証券投資が優越する傾向があり、農業および第一次産品諸国では逆が真であることが一般的に見られる。……ヨーロッパ諸国への投資はイギリスを重要な例外として大部分は証券であつたが、ラテン・アメリカおよびカナダでは直接保有が総額の大部分を成していた。かくてアメリカ国内から支配される海外企業の約4分の3はアメリカ大陸に見出される」<sup>42)</sup>と。

つまり、'30年のアメリカの証券投資と直接投資の比率をみると、ヨーロッパは3対1、ラテン・アメリカは1対2、カナダは1対1となっていたのである<sup>43)</sup>。ドル・バランスの形成と直接関係ある証券投資額では、ヨーロッパが圧倒的比重(44%)を占めていた。つまり、ヨーロッパが最大のドル・バランス

40) *Ibid.*, pp. 186-187. 同上訳, 200-201ページ, C. Lewis, *op. cit.*, pp. 605-606 よりそれぞれ計算。

41) R. I. I. R., *op. cit.*, p. 189. 楊井・中西前掲訳202ページ参照。

42) *Ibid.*, p. 188. 同上訳199ページ。

43) *Ibid.*, pp. 186-187. 同上訳200-201ページより計算。

保有国だったのである。時期が前後するが、'19年のドル・バランスは、ラリーの指摘によると、12億1400万ドルで、うち5億ドルはヨーロッパ連合国の資産（主として英・仏）であり、その大部分は第1次大戦中のアメリカ政府の対ヨーロッパ借款であった。その他は、ヨーロッパの中立国が3億2500万ドル、日本が1億5800万ドル、アルゼンチンが8800万ドル保有していた<sup>44)</sup>。

したがって、アメリカに対してヨーロッパは主として長期借・短期貸であり、ラテン・アメリカ、アジアは長短期ともに借であったといえる。つまり、ヨーロッパ諸国はニューヨークで各種の長期資本借入を行い、それを預金、B A, T B等の形でニューヨークに置き、それらの資金によってアメリカから輸入品に対する決済や借款利子支払を行ったのである。他方、ラテン・アメリカ諸国も同様の資本借入をニューヨークにて行ったが、それはヨーロッパに比べると相対的に小さかった。そのため、第三国間貿易決済の一部をニューヨークで行っていたラテン・アメリカ諸国にとっては、自国保有のバランスだけでは足りず、短期信用を受けたのである。そして、それはたんにアメリカ国内の短期資金のみならず、ヨーロッパの資金をも引きつけたことがこれまでの叙述からして容易に推定されよう。

先に、連銀と外資によってニューヨーク割引市場は支えられていたと述べたが、それら外資の源泉は、ヨーロッパ諸国がアメリカから借入した長期資本だったのである。

以上のように、'20年代のロンドン・バランスがイギリス経済の対外的寄生性を示すものとするならば、ニューヨーク・バランスの増大はアメリカ経済の発展に伴う金融力の蓄積を示すものといえよう。それがイギリスとは異って「生産的性格」を有するのは、アメリカの資本輸出と商品輸出が相互促進的に作用していたからである。

したがって、「焦点なき金為替本位制」<sup>45)</sup>といわれる'20年代の国際金融機構

44) Lary, *op. cit.*, p. 111.

45) Brown Jr. *op. cit.*, p. 731.

におけるロンドンとニューヨークの位置づけが浮かびあがろう。つまり、基礎的原材料における国際市場のロンドン・リバプールへの集中、海運業・保険業におけるイギリスの独占によって、第三国間貿易における取引通貨としてはスターリングが依然優位を保ち<sup>46)</sup>、それによって巨大なロンドン・バランスが維持されたが、一方、長期資本発行市場としてはニューヨークが完全に凌駕し、それによってロンドンを凌ぐ巨額のドル・バランスが蓄積されたのである。

## V ロンドン割引市場の変化

ロンドン型の割引市場をニューヨークに創造しようとした連銀の意図は実現されなかったが、戦後のロンドン市場の機能も大きく変質し、その象徴であった割引市場、さらにその中枢にあったマーチャント・バンカーのヘゲモニーは大きく失墜せざるを得なかったのである。

まず、戦後ロンドンの最大の特徴はスターリング手形の減少である。ロンドンの外国手形残高は'13年の3億3500万ポンドから戦後の2—4億ポンドへと名目的な変化はなかった。しかし、戦後の物価上昇を考慮した実質指数では、'13—'14年を100とすると、戦後ピークの'25—'26年、および'28—'29年の修正指数はいずれも約80に後退したといわれている<sup>47)</sup>。このスターリング手形の減少は一面ではニューヨークの台頭を意味したが、さらに重要なことは「手形」の持つ意義の低下であった<sup>48)</sup>。つまり、独占資本の資金拡大によって、手形を振出すことをせず、銀行貸付や内部留保による金融が増大し、それらは外国貿易にも反映した。ブラウンは次のように言う。「大企業は手形によってでなく、銀行貸付あるいは増大した運輸資本によって海外取引を遂行する傾向があった。その結果、ロンドン引受市場は戦前その血と肉であった真正商業手形の供給不

46) *Ibid.*, p. 784.

47) 平岡賢司、国際金融市場の分裂とドル・バランスの形成、九州大学大学院「経済論究」第38号、1976年12月、135—136ページ。T. Balogh, *Studies in Financial Organization*, 1950, p. 167. 西村閑也・藤沢正也訳「英国の金融機構」、1964年、170ページ参照。

48) 独占段階における手形流通が減少する要因については川合一郎「資本と信用」、1954年、143—151ページを参照されたい。



足に苦しんだ。<sup>49)</sup>と。つまり、「貿易金融の方法の変化」<sup>50)</sup>によって手形振出しから電信為替へと重点が移行したのである。典型的な例として、長い間ロンドン割引市場を特徴づけていたアメリカの綿花手形 (cotton bill) の減退は綿花輸出の金融方法が変化したからで、戦後は電信為替や回転信用 (revolving credit) が一般的になったからである<sup>51)</sup>。

金利裁定取引に際しても、戦前は金融手形振出が活発だったが、戦後は電信為替や先物為替予約によって金融手形はすっかり減少してしまった<sup>52)</sup>。

したがって、戦前のロンドンにおいて支配の中枢にいたマーチャント・バンカーやビル・ブローカーの地位が後退するとともに、それらに代って株式銀行が台頭してきた。もちろん、Big Five と呼ばれるこれらの銀行は戦前から相当の資本集中を示していたことはまちがいないが、「全世界の銀行」としてのロンドンの特殊な地位が、マーチャント・バンカーおよびビル・ブローカーをしてその中枢につかせ、ロンドン金融市場に独特の分業性を付与していたのである。

さらに、金融構造の変化には国家信用の増大があった。つまり、大蔵省証券 (T B) の発行が巨額になり、残高で '14年の1500万ポンドから '21年の11億2000万ポンドにまで増大し、'20年代を通して5—9億ポンドを推移した<sup>53)</sup>。しかし、この多額の T B 発行によっては、戦前の預金形成を各国に強制することはできなくなってしまった。というのは、巨額の T B 発行は国家の財政政策に規定されるものであり、貿易金融のために振出された戦前のスターリング手形とは全く性格を異にするものであったからである<sup>54)</sup>。したがって、イギリスは高金利政策を採用することによって、外国短期資金を吸収せざるをえなくなったのである。このような短期資金は金融市場間の利子率格差によって流

49) Brown Jr. *op. cit.*, p. 643.

50) *Ibid.*, p. 145.

51) *Ibid.*, pp. 145-146.

52) *Ibid.*, p. 145, p. 648, 平岡, 前掲論文136ページ。

53) Madden and Nadler, *op. cit.*, p. 277.

54) W. M. Scammell, *The London Discount Market*, 1968, p. 205.

出入を容易にくり返しホット・マネーとなりやすかった。このことは、よく言われるように短期資金の増大が即不安定要因となったのではなくて、短期資金自体の性格変化が不安定要因となったことを意味している。したがって、戦後のイギリス国際収支構造の弱体化は、一般に「短期借・長期貸」として表象される傾向があるが<sup>55)</sup>、それ自体は国際金融市場の一般的特徴でありすぐに脆弱性につながるわけではなく、「短期借」自体の金融構造の変質の中にこそ弱体化したイギリス金融構造の特質があったといえよう。

一方、アメリカでも、'18年の戦時金融公社 (War Finance Corporation) の設立によって、国家が長期信用を輸出業者に供与するようになった。それは'30年代の輸出入銀行 (Export Import Bank)、さらに第2次大戦後の援助の原型としても特筆に値するものである。かくて、アメリカでも国家信用は増大したのであった。

以上の諸要因により、貿易金融の変化、手形の後退が生じたのであるが、これはとりもなおさず、19世紀段階と第1次大戦後における金融構造の変化を示すものである。つまり、国家の介入を必要とするほどに、信用は長期化・大規模化したのである。それはマーチャント・バンカーの引受信用機能、およびそれに基づく割引市場機能の限界をも意味するものであった。

かくして、パクス・ブリタニカの金融力の象徴であった割引市場はしだいに地位を後退させ、現代の金融市場においては、商業銀行および国家の役割が大きくなっている。そこに、19世紀型ロンドン割引市場をそのまま模倣しようとしたニューヨークの意図が「失敗」した理由があるといえよう。

## VI お わ り に

第1次大戦後における国際通貨としての主座をドルはスターリングより奪い去ることができなかったという以上の英米金融史<sup>56)</sup>のひとこまは国際通貨とし

55) 例えば大島雄一氏がそうである。同氏、IMF体制の危機とその歴史的分析、名古屋大学「調査と資料」第42号、1969年7月、20ページ参照。

56) ちなみに、1950年代ですら国際貿易取引の約3分の2はスターリングで依然として行われて

てのスターリングとドルの論理の相違をわれわれに示すものと考えられる。すなわち、第1次大戦以前におけるスターリングのヘゲモニー確立には、割引市場におけるマーチャント・バンカーの引受信用業務の果たした役割がきわめて大きい。現代のドルにとってはそれ以外の論理的媒介項が必要であると。しかし、本稿ではスターリングと異なるドルの積極的論理は展開していない。そのためには、国家がどのように貿易金融に介入したのか、あるいは商業銀行の対応が為替取引の変化に伴ってどのように変化したのかが分析されるべきであるが、それは、第2次大戦後の援助等の実際の展開を確かめるなかで検証されるべき今後の課題である。しかし、第1次大戦後に限定された本稿の分析からさえも、次のことをわれわれは指摘できよう。自国通貨の国際通貨への台頭に対して割引市場形成が不可欠な要因であるという評価<sup>57)</sup>は、国際金融市場を割引市場に還元している幣を犯している。

国際金融市場の型の相違に規定される国際通貨の型の相違、そして、国際通貨を支える国際金融市場の構造の史的変遷をもたらす事情の一端を本稿では論じたのである。

(1981・1・9)

いた。弱い通貨スターリングが強い通貨ドルよりも取引通貨としては優っていたという两大戦間の国際金融関係は、第2次大戦以降にもまたがる問題である。(J. W. Nordyke, *International Finance and New York*, 1958, reprinted, 1976, p. 17. P. Einzig, *The History of Foreign Exchange*, 1962, p. 244.)

57) 例えば木下悦二、前掲書、山本榮治、前掲論文を参照されたい。